

NEWS LINE

証券会社関連の動向 01

証券関連業務に関する行政の動き 01

JIPs LINER

イメージワークフローによるBPOサービスのご紹介 02

PICK UP TOPICS

ー証券トレンドー
取引所のグランドデザインと課題 04

JIPs FOCUS

新株予約権について ～多様な用途と価値 05

NEWS LINE

● ビジネスニュース

■ 証券会社関連の動向

海外合併 SBIホールディングスは、タイの金融大手フィナンサと合併で投資会社を設立(2/12)
ー東南アジアの非上場企業を中心に投資し、約60億円規模のプライベート・エクイティファンドを目指す

バイオフンド 大和証券グループはバイオテクノロジー向けに100億円規模のファンドを設立(2/12)
ー日本や台湾の公的機関からの出資も受け、日台の未上場のバイオベンチャーに投資

証券子会社 山陰合同銀行は、全額出資ごうぎん証券を設立。今年10月に営業開始予定(2/6)
ー資本金は30億円50名体制、開業半年で預かり資産102億円を積み上げる計画

介護支援 ゴールドマン・サックスの日本法人は、全社員を対象に介護支援の制度を導入(2/6)
ーニチイ学館と契約し、社員の家族1人当たり年間100時間分の介護サービス利用料を会社が全額負担へ

日系上場支援 シナルマス証券(インドネシア)が宝印刷と業務提携(2/5)
ーインドネシアで株式上場をめざす日系企業に、シナルマス証券が幹事社をつとめ、宝印刷が関連書類を作成

FX未収金 スイスフラン相場の急変動に伴いFX取引業者で33億円の未収金が発生(1/28)
ー金融先物取引業協会発表では、個人が19億円(1,137件)、法人顧客が14億円(92件)

ETF海外上場 野村アセットマネジメントは、日経平均株価に連動するETFを英ロンドン証券取引所に上場(1/19)
ードルとユーロ建ての2本で、欧州の規制に対応し、1,000億円規模の残高を目指す

■ 証券関連業務に関する行政の動き

- ・平成26年金融商品取引法等改正(1年以内施行)等に係る政令・内閣府令案等の公表について(2/13)
 - ー以下に関する施行令・内閣府令を改正し、5月に施行予定
 - ▶投資型クラウドファンディング等に係る制度整備(業務内容に応じた業務管理体制の具体的内容を規定等)
 - ▶新規上場の促進や資金調達の手軽化等(新規上場後3年間は内部統制報告書の監査証明を要しないこと等)
 - ▶金融指標に係る規制の導入(特定金融指標算出者が策定すべき業務規程の記載事項等について定めること)
- ・アルパリジャパン株式会社に対する行政処分(延長)について(2/13)
 - ー資産が国外の関連会社等に流出し、債権者及び投資者の利益が害されるといった事態が生じないよう資産の国内保有命令
- ・NISAの日に係る広報活動について(2/4)
 - ー金融庁及び日本経済新聞・日本証券業協会・投資信託協会において、投資の基礎知識、NISAの仕組みや制度改正の概要について広く一般に周知するため、2月13日を「NISAの日」として、NISAの広報活動に積極的に取り組むことを公表
- ・金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」報告書の公表(1/28)
 - ーいわゆる「プロ向けファンド」(適格機関投資家特例業務者)に対して、以下の対応を求める
 - ▶届出者に対して、一定の人的要件を設ける
 - ▶形骸的な適格機関投資家の投資は特例業務として認めない
 - ▶届出者に対する行為規制として、新たに忠実義務・適合性原則・書面の交付義務・分別管理義務等を課す
 - ▶問題ある届出者への罰則強化
 - ▶出資者の範囲を限定し、ベンチャー・ファンドに限っては一定の関係者の範囲を拡げる など

■ イメージワークフローによるBPOサービスのご紹介

日本電子計算は、今後のBPOサービス提供基盤に、イメージワークフロー[IWFシステム]を導入し、高い品質のBPOサービスをご提供します。

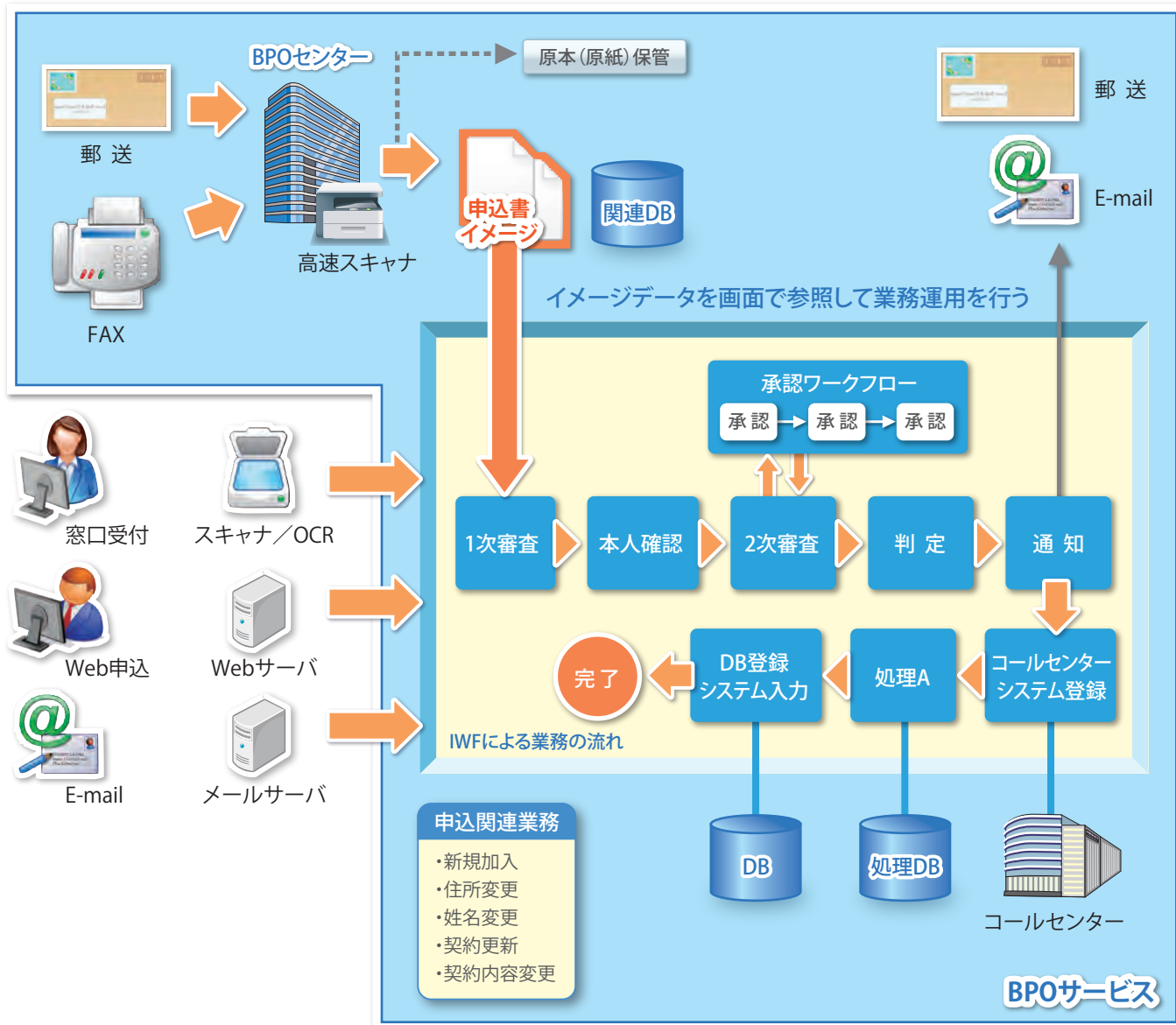
イメージワークフローによるBPOサービス

ワークフロー機能とイメージデータ管理機能を有するイメージワークフローシステムにより、業務処理をシステム上で完結するBPOサービスをご提供します。

従来の紙と手作業によるサービスと比較し、業務処理の正確性や処理スピードが飛躍的に向上します。また、お客様からお預かりした大切な原本書類の紛失・破損・汚損を防止します。

日本電子計算は、イメージワークフローによるBPOサービスへの取り組みにより、膨大な事務処理件数への対応や、遠隔地や複数拠点からのBPOサービス提供を実現します。

IWF概念図



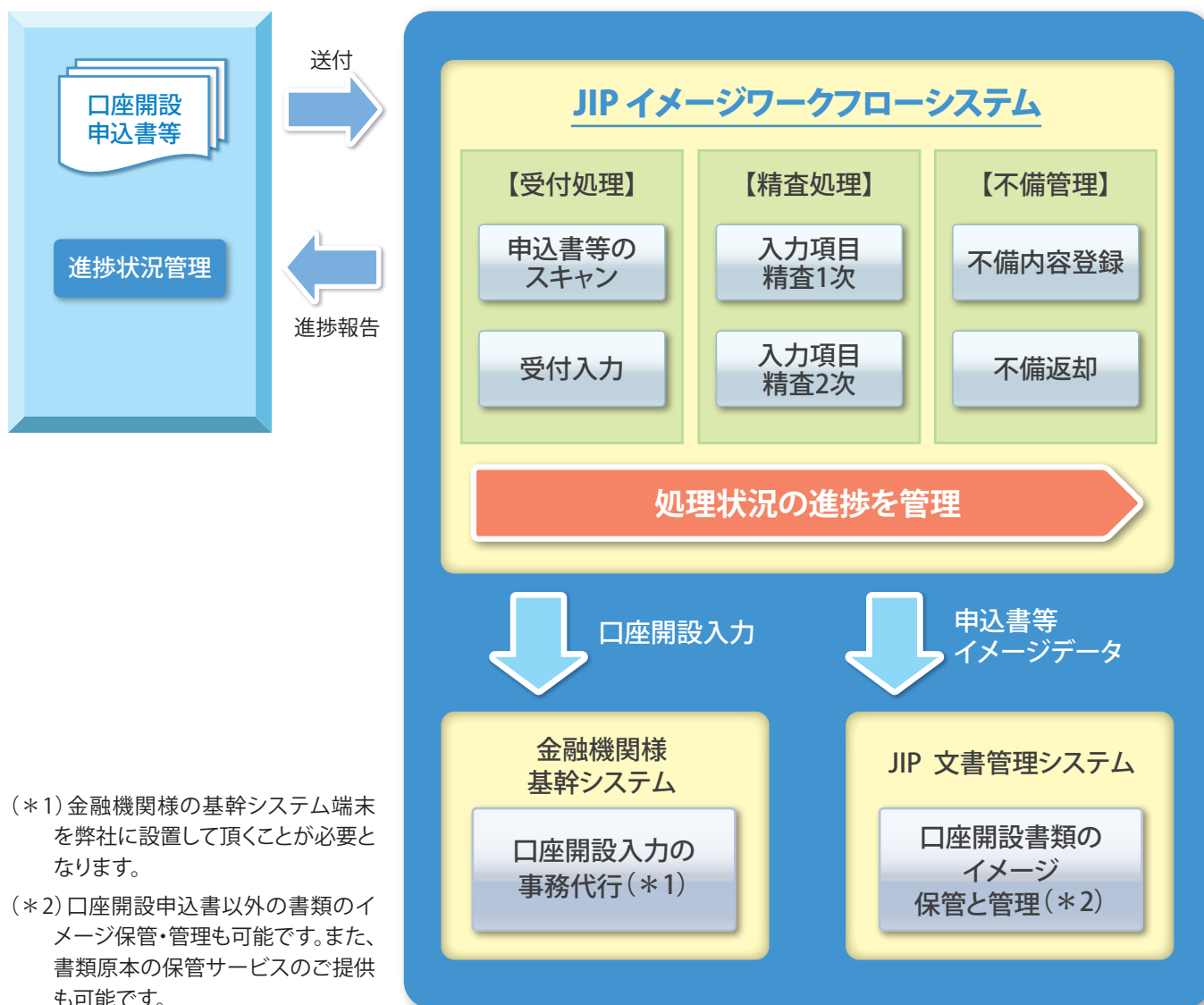
イメージワークフローを利用した口座開設業務サービス

口座開設に係る一連の事務をペーパレス化・ワークフロー化することにより、事務処理の生産性・正確性を向上させ、最適な口座開設業務サービスをご提供します。また、JIP文書管理システムをご利用いただくことにより、口座開設申込書類のイメージデータ保管が可能となり、金融機関様からの書類閲覧照会に迅速に対応することが可能となります。

イメージワークフローを利用した口座開設業務のイメージ

【金融機関様】

【日本電子計算】



(※1) 金融機関様の基幹システム端末を弊社に設置して頂くことが必要となります。

(※2) 口座開設申込書以外の書類のイメージ保管・管理も可能です。また、書類原本の保管サービスのご提供も可能です。

※イメージワークフローを利用した口座開設業務サービスは平成27年度上期中のサービス開始を予定しております。

※ご相談・お問い合わせ先

日本電子計算株式会社

BPO事業部 BPO営業部

TEL:03-3630-7155

取引所のグランドデザインと課題

アベノミクスの影響で市場は基本的に堅調だが、その国家戦略に沿った視点から眺めた時にアジアの中での日本市場はどのような状況なのだろうか。例えば、中国市場は昨年12月から商いを伴って上昇しており、ドルベースで時価総額(昨年12月末時点)では、東京証券取引所の4.37兆ドルに対して中国2市場(上海・深圳)の合計は5.30兆ドルとその差は拡大傾向を強めている。また、デリバティブ取引において大阪取引所の総取引高は世界14位でアジアの中でも4番目となっている。外国企業の取引所利用でも、英文開示の利用が取引所および国内投資家ともに進んでいないこともあり、株式や債券などの上場推進策はシンガポール取引所に大きく遅れをとっている。

これに対して日本取引所グループの中期経営計画(2013～2015年度)では、アジアで最も選ばれる取引所を目指しているが、現在、日本株・デリバティブ・その他取引所ビジネスの3つの事業分野では次のような強化策が取られているところだ。

【新しい日本株市場の創造】

- ・ 新たな株価指数の開発——機関投資家などJPX日経インデックス400利用拡大への取り組み
- ・ コーポレートガバナンスの改善——金融庁と共同でコーポレートガバナンス・コード(2014年12月原案公表)案取りまとめ、本年3月末まで制定へ
- ・ arrowheadリニューアル——取引機能の向上と共に取引の安全性や取引リスク管理機能を強化して本年9月24日にリニューアルを予定、ユーザーテストは本年4月から
- ・ 呼値単位・取引時間帯の見直し——呼値単位の細分化はTOPIX100銘柄まで一旦終了、取引時間は当面現状
- ・ 市場機能強化に向けた政策提言——国家戦略特区としての東京都の「東京国際金融センター」構想への提言
- ・ その他、ETF・J-REITの拡大やIPO促進を通じて企業成長を支援

【デリバティブ市場の拡大】

- ・ コモディティ・デリバティブ分野への進出——東京

商品取引所と次期デリバティブシステム等のサービス提供で合意

- ・ 商品ラインナップの拡充——JPX日経インデックス400先物、OTC市場の受け皿となる商品開発
- ・ 統合を機としたダイナミックな制度改善——取引参加者資格の緩和等
- ・ 次世代デリバティブシステムの検討——開発ベンダーはNASDAQ OMX グループとNTTデータに決定。新システム稼働時の商品や制度要綱は2015年度中に決定へ

【取引所ビジネス領域の拡大】

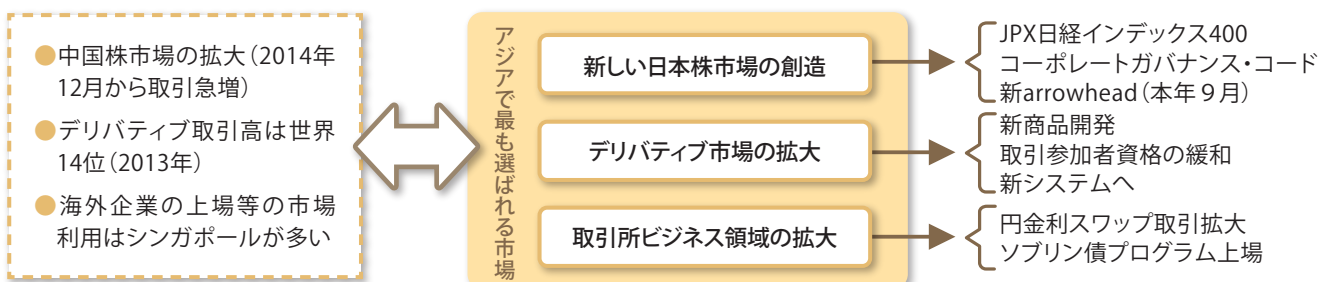
- ・ OTCデリバティブ清算の利用拡大——円金利スワップ取引拡大へ。2015年度外貨建金利スワップも導入予定
- ・ 上場インフラファンド市場の実現——2015年度に第1号案件の上場を目指す
- ・ プロボンド市場の活用・振興——アジアなどのソブリン債プログラムの上場を推進

日本市場の国際化推進においては、当然上場企業・投資家側双方のグローバル・スタンダード対応が必要で政策的な施策の影響も大きい。企業情報の英文対応、IFRS(国際会計基準)やコーポレートガバナンス強化などへの取引所としての積極的な関与がポイントになりそうだ。

なお、取引所における主な課題としては、取引機能面での高速化が一層進みHFT(高頻度取引)の増加が予想されるが、欧米においてはHFT取引規制の動きもあり、HFT取引を利用しない市場参加者への情報提供などの在り方が検討されている。また、マザーズとナスダックにおける新興市場区分の在り方やプロ向け市場(TOKYO PRO Market)の活性化など現物株市場での問題も残っている。デリバティブに関しては、国内の機関投資家利用促進のプログラムが実行されているが、個人シェアは低下ぎみなので対策が待たれる。

2020年に向けアジアのコアマーケットとなるため、全員参加型の市場強化に向けた取り組みが期待されている。

日本取引所グループの戦略と取り組み



■ 新株予約権について ～ 多様な用途と価値

■ 新株予約権とは何なのか

■ 特異な利用方法と類似取引

■ 主な用途とそのポイント

■ いったいいくらなの

■ 新株予約権とは何なのか

新株予約権は実に多様な使われ方をしている。ストック・オプション、ポイズン・ピル、ライツ・オファリングからMSワラントそしてCBと、利用事例を解説するのに事欠かない。しかし、その利用の最終目的は新株の発行であることに変わりなく、様々なのはそれぞれの利用の仕方という事になる。

まず制度としての新株予約権を説明したい。2001年11月の商法改正において株式会社が発行できる「新株の発行を約束する権利」(コール・オプション)として新株予約権制度が創設され、そのまま会社法(2005年6月成立)に引き継がれている。同制度ができた当時は、株式や社債のように有価証券の発行に比べ、会社が権利(オプション)を発行できること自体一般的には衝撃的だった。似たような制度として新株引受権付社債(ワラント債)が1982年の商法改正で、ワラントを社債から分離して取引することも行われていたが、ワラント単独の発行はできなかった。(なお、1997年の商法改正で従業員へのストック・オプションの場合に限り新株引受権の発行が一時的に認められていた時期もあった。)

では会社が発行する新株予約権とはどのようなものなのか、会社法第236条(新株予約権の内容)から、その主要な部分を見てみる。

● 発行する株式数

新株予約権1個当たり新たに発行する株式数とその発行総数。例えば、新株予約権1個に対して100株(1単位)とし、新株予約権を1万個発行する場合は発行株総数は100万株

● 行使価額

新株を発行する時の払込む金額を定めた価額。例えば、市場株価500円に対して新株の発行価額を600円と定める。なお、株式と同様に金銭以外の払込みも認

められるが、その場合は計算方法を示す

● 発行価額

新株予約権1個に対して払込む金額。例えば、前例の新株予約権の発行価額を1,000円とすると、100株の権利行使ができるので1株当たり10円が行使価額に加算され、610円が新株発行の総コスト

● 行使期間

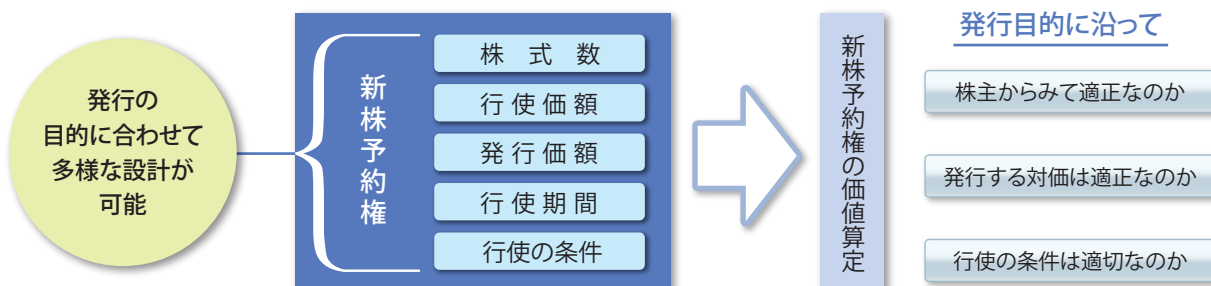
新株の発行を請求できる期間。期間の制約はないが、無期限とはできず会社が発行する目的に合わせて数十日から10年程度までが一般的。また同条に規程される譲渡制限や発行者の買取条項と合わせて、新株予約権の権利行使を制限するものとして別途新株予約権者と以下の事項で契約を結ぶことも多い

● 行使の条件

新株予約権の保有者が権利行使を行う場合の条件について定める。例えば、ストック・オプションの場合、会社の利益が一定でなければ行使できないこともあるし、買取防衛策では20%以上保有する株主は権利行使できないこともある

この新株予約権にも株主に割り当てる以外は有利発行規程(株主総会決議、株主の発行差止請求対象)があるが、行使価額・発行価額・行使期間・行使の条件を総じて判断しなければ、その新株予約権の発行価額が適正であるか分らない。そのため、新株予約権の発行に際しては、価値算定を社外に依頼するケースが多くなっているが、行使の条件をつける場合にはその影響が大きくなるケースがあるので、株主や投資家は注意を要する。

新株予約権の基本構成とポイント



■ 主な用途とそのポイント

新株予約権の代表的な利用について、幾つかそのポイントを上場企業のケースで見てみたい。

【役職員へのインセンティブ目的等】

役職員にストック・オプションとして新株予約権を付与する場合、大きく分けて2つのケースがある。

① 役職員に対するインセンティブ・プラン

一般的にストック・オプションとして使われているケースで、行使価額を付与時点の株価から5%程度高く設定する。権利行使は付与した年の翌年から10年程度とする場合が多く、行使の条件は会社に在籍していること。これは、役職員が会社の業績向上に寄与し、結果として株価が上昇すれば利益を得ることを目的としているためだが、このような役職員に対するインセンティブ目的のストック・オプションは、付与時には課税されない税制適格として扱われる（証券会社に役職員の口座を開設する必要がある）。

② 役員などの退職慰労金の代替として実質的に付与する

行使価額は株価に関わらず1円（新株予約権の行使価額は、資本の払込みに相当するため、ゼロにはできないので最低金額が1円）とし、権利行使は役員退職後とする。付与時には、新株予約権の価値分が付与された役員の所得として課税対象となるので、その分を会社が金銭で役員に支払う場合もある。

【買収防衛策】

ポイズン・ピルの事で、会社が敵対的買収者として認定したものが現れた場合、全株主に対して1株につき3株の新株を取得できる新株予約権を付与。行使価額は1円とするが、敵対的買収者の新株予約権は会社が強制的に買い取ってしまう。これによって敵対的買収者の持分は、その他の株主の権利行使により実質的に4分の1に大きく希薄化してしまうこととなる。なお、会社が敵対的買収者として認定するためには、慎重なプロセスを取ることが取引所などから求められており、新株予約権の内容と共に

認定プロセスを含めて敵対的買収防衛プランとして公表する必要もある。また、実際の運用には第三者委員会など外部チェックが求められている。これらは、経営者による買収防衛策の意図的な運用を避け、企業価値向上とその他株主の利益に沿っていることが重要視されている。

【企業の業務提携やM&Aで利用】

通常、業務提携に絡んで資本提携に進む場合も多いが、概ね時価相当で新株を第三者割当する場合がみられる。この新株の発行に替え、新株予約権を提携先に有償で発行する場合もある。また、業務提携から、M&Aに進むような場合、段階的に資本提携を強化する方法としても利用されることがある。これは、資本を提供する方から見て、業務提携の効果やその深度によって、段階的に資本を提供していく方法として新株予約権の利用が効果的なためだ。

【ファイナンス目的=最も基本的な利用方法】

株主全員に新株予約権を付与するのは、株主割当増資とライツ・オフリングがある。両者の違いは、付与された新株予約権（ライツ）を取引所に上場するのがライツ・オフリングで、上場しないのが株主割当増資で、いずれも新株予約権の株主への無償割当てだ。ただし、新株予約権をライツとして上場すれば、行使しない株主はライツを売却することもできるし、株主でない投資家もライツを購入して権利行使することが可能となる。なお、ファイナンス目的で新株予約権を第三者に割り当てられており、この場合は特に有利な条件でないことを示す必要から、新株予約権の価値算定が重要となってくる。

この新株予約権制度ができたことで、従来あった転換社債やワラント債の制度は新株予約権付社債制度に統合され、新株予約権と社債が分離できないものを転換社債型新株予約権付社債と呼称するようになっているが、この新株予約権部分の内容は全く同様である。ただし、新たに資金を払込む代わりに、社債の償還をもって払込みとするといった構成になっている。

新株予約権の主な用途

役職員への
インセンティブ目的税制適格
ストック・オプション株式報酬型
ストック・オプション

買収防衛策

ポイズン・ピル
(大規模希薄化)敵対的買収者の
強制分は買取り業務提携、
M & A で利用

第三者割当

提携の進捗に合わせた
段階的行使で、
段階的に資本強化へ

ファイナンス目的

ライツ・オフリング

株主割当増資

第三者割当

新株予約権付社債

■ 特異な利用方法と類似取引

ファイナンス目的で新株予約権を利用する特異な方法としてMSワラント(Moving Striking-price=行使価額を定期的に見直す新株予約権)がある。その典型的な内容は、新株予約権の行使期間2年程度の間に、毎月行使価額をその時の時価の9割程度まで見直すスキームで、主に証券会社や外国銀行などにこの新株予約権を割り当てる。行使価額の見直しは、前の行使価額よりその時の株価が下がっていた場合に行われる下方修正のみで、行使されなかった新株予約権は発行価額で発行会社が買い取る。このファイナンス・スキームは、MSワラントを割り当てられたものが、まず株式を市場で売却し、後に新株予約権を行使する。すなわち割当者の市場での裁定取引(行使価額より株価が高ければ売れる)を前提にしており、事前の貸株契約などで当該株式を借りていれば、一層この裁定取引は実行しやすい。

このMSワラントはMSCB(行使価額見直条項付転換社債型新株予約権付社債)から派生しているが、日本におけるMSCBは2003年12月にいすゞ自動車や野村證券に対して発行したものが最初だった。当時は、業績動向や財務内容などから公募ファイナンスが難しい企業の再生支援や事業強化が主な目的だったが、その後急速にMSCBは広まって2005年には発行が134件、その調達金額が1兆円を超えた。

しかし、この手法は割当者の裁定取引における市場規律の遵守が前提であることと、一般投資家から見て短期的に株価下落圧力がかかり易くみえることなどから、日本証券業協会は2007年5月に自主規制(会員におけるMSCBなど(MSワラントも含む)の取り扱いについて)を制定し、以下のように証券会社の自己取引を規制している。

- MSCBなどの行使価額の見直し期間中は、取引所の直近公表価格以下で空売りを行ってはならない。
- 終値を参照するMSCBなどを保有する場合、終了15

分前に自己の売りを発注しない。

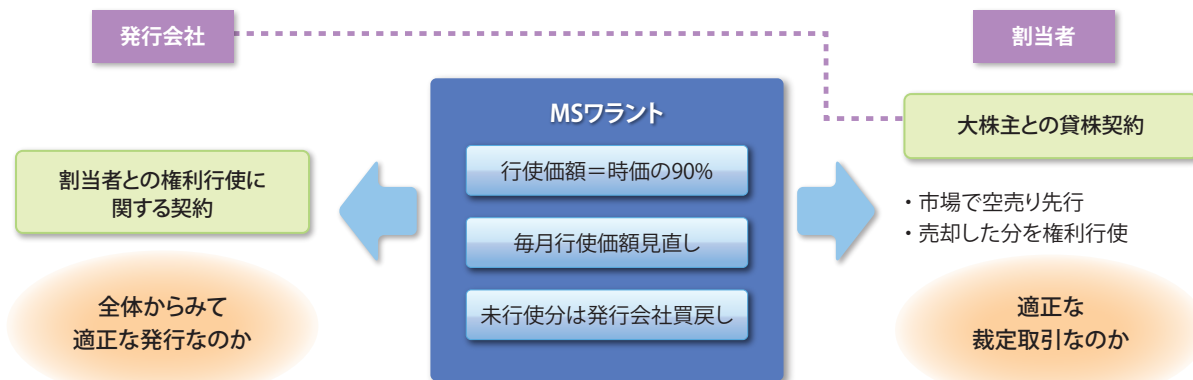
- 売買高加重平均価格を参照するMSCBなどを保有する場合、前10営業日における1日当たり平均売買高の25%以上の自己による市場売却を行えない。
- 月間で発行済株数の10%を超えてMSCBなどの権利行使を行うことができない。
- MSCBなどの買受けを斡旋する場合にも、買い手に上記各ルールの遵守を要請する。

最近の発行状況をみると、2014年はMSCB単独の発行(MSワラントとCBを併用した事例は6件)はなく、MSワラント単独の発行は34件(うち証券会社・外国銀行でない割当先は9件)となっている。発行する上場企業にとってMSCBは確実な資金調達だが、MSワラントは割当者の市場での裁定行為をするかしないかに委ねられるので、株主や一般投資家から否定的な見方をされるケースもある。一方、MSCBの実証研究においては、株価下落への影響は公募増資などとそれほど大きな差はないとする研究者もいる。

なお、昨年行われた第三者割当の事例において、半年程度の間に3度の新株割当契約を結んでこれを実行した例があるが、各発行において直前株価の9割で新株を発行することを発行会社が割当者と約束している。形式上は第三者割当だが、割当者にとってはMSワラントに類した効果が期待できる。そもそもオプションとは契約形態で取引が行われるが、コール・オプションの一種である新株予約権と、この連続した新株割当契約の類似性は否定しにくい。そうであれば、この契約が新株予約権としてみた場合、有利な発行かどうかの問題も意識される。

株式や社債に比べ、新株予約権は行使価額や行使の条件、償還条件など発行者の裁量の余地が大きく、多様な資本政策に対応することが可能だ。ただし、その発行が適正かどうか、株主や投資家に対して常に示していく必要があるのもこの新株予約権制度の重要なポイントだ。

MSワラントのポイント



■ いったいいくらなの

新株予約権の発行が適正であるかどうか検証する重要な要素に、新株予約権の価値算定がある。例えば、同一の行使期間・新株の発行で、新株予約権の発行価額が100円で行使価額が1円のもの、発行価額が1円で行使価額が100円のことを比較した時、新株予約権の保有者が新株を手に入れるために払う金額は101円で同じだが、新株予約権としての価値は異なる。発行価額1円の方が価値が高い(つまり保有者にはお得)のが一般的だが、これは保有者が必ずしも新株予約権を行使するかどうか分からない状況では、初期投資を抑えた方がリスクコントロール上優位だからだ。

現状での一般的な新株予約権の価値算定方法として、企業会計基準委員会の「ストック・オプション等に関する会計基準」による【公正な評価単価】を用いるが、これによると市場価格がある場合は市場価格を採用する。しかし、現在の日本での新株予約権はライツ・オフリングしか市場で取引されていない。市場価格がない場合【株式オプション価格算定モデル】としてブラックショールズモデルや二項モデル等を上げている。これらのオプションモデルは、株価の変動率(ボラティリティ)や下落・上昇確率に大きく影響される。そのため参照する市場価格の推移や時期が大きな影響を及ぼしている。なお、前章のようなMSワラントでは、様々な権利行使に対する条件がつくことが多い。この価値算定を行う場合、株価推移を行使条件の想定に併せてシミュレーションを重ねていくモンテカルロ・シミュレーション方式が利用されることが多いが、価値算定部分はブラックショールズモデルに戻って行われる。

実際の新株予約権の価値算定は、会計系コンサル会社が行うことが多く、金融工学を利用したオプション算定モデルも、ブラウン運動を利用して株価のシミュレーションを重ねるモンテカルロ方式も、一般投資家にその内容は分かり難い。従って、新株予約権の発行時における記者発表文には、発行条件の適正さについて、オプションモデルを利用して価値算定を行ったことのみ公表するケース

が多いが、一部には新株予約権の価値算定に影響の大きい事項(ボラティリティの取り方や、シミュレーション期間の設定方法について)に関して、一般投資家にも分かるような記載を試みている事例も出始めている。

それっていったいいくらなのか。株主にとって、特定のものに割り当てられる新株予約権の価値が適正であるかが重要だが、前述のような株式オプション価格算定モデルに個々のケースで対応していくのは難しい。しかし、新株予約権のオプション価値が分からなくとも、次のような視点で見直していけば、適正な新株予約権の発行であるか否かの判断を個人投資家も行っていくことが可能かも知れない。その要点は2つ。

① 新株予約権が何の対価なのかを考えること

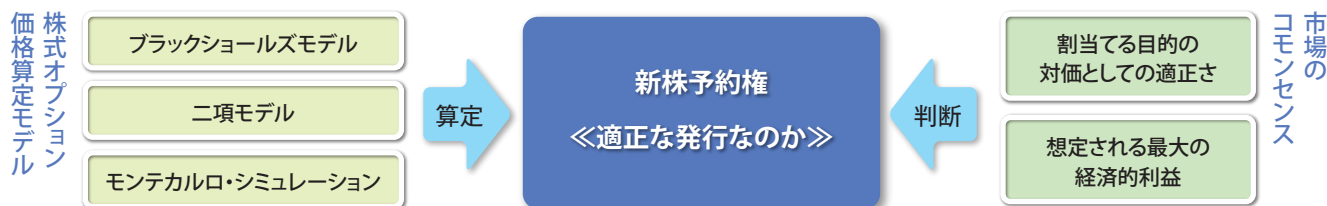
例えば、ストック・オプションとしての利用でその内容や数量は役職員への報酬の代替として適切なのか、業務提携の場合はその提携企業規模に合わせて適正な行使条件の設定と規模になっているかなどがある。

② 新株予約権が行使された場合の経済的利益額を想定しておくこと

例えば、業務報酬の対価として取引先や業者などに新株予約権を付与した場合、想定される経済的メリットがその対価として適正なのか、MSワラントを発行する場合、割当者の想定される経済的利益が調達額からみて適正なのかポイントだ。また、新株予約権付社債の新株予約権を算定する場合、同じ発行者が普通社債を発行した時の条件と当該新株予約権付社債の発行条件の差を算出し、これを新株予約権の価値とする考え方もある。以上の新株予約権を発行する目的とその経済的メリットを併せて考えれば、新株予約権発行が適正であるかどうかの概ねの判断がつくだろう。

以上のような新株予約権の価値を算定するための分かり易い情報の提供は、発行者の課題となっている。

新株予約権の価値算定について



【編集・発行】 日本電子計算株式会社 証券事業部

URL <http://www.jip.co.jp/> 〒135-8554 東京都江東区福住2丁目5番4号

【お問い合わせ・ご要望】 TEL:03-3630-7427 FAX:03-3630-7442

Global IT Innovator **NTT DATA**
NTT DATA Group